

六问六答：年内新高后，美元指数怎么走？

证券研究报告

2021 年 11 月 22 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 联系人
linyan@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：各行业供应瓶颈梳理和紊乱度排序》2021-11-20
- 2 《宏观报告：美国消费回落与进口强劲之谜-美国消费回落与进口强劲之谜》2021-11-20
- 3 《宏观报告：风险定价-复苏交易的确定性排序-11 月第 3 周资产配置报告》2021-11-16

下半年的美元指数的持续反弹主要仍是由美欧经济基本面差异和货币政策差异驱动的。

目前来看，前期驱动美元指数反弹的因素都有边际减弱的可能。美元指数进一步冲高的空间预计有限。但在整个新兴市场对美元流动性的吸引力有限的情况下，美元指数出现大跌风险的可能性依然不大。

风险提示：新冠病毒变异超预期；美国经济增速回落超预期；美欧货币政策超预期收紧

美元指数在 1 月 6 日触及年内低点 89.42 后持续反弹，近期已升至 96 以上，不仅创年内新高，也回到了去年 7 月的水平。近期市场对于美元指数走势的关注度较高，我们归纳并回答了以下六个有代表性的问题：

（一）

问：今年美元指数走势有什么特征？

答：今年的美元指数走势有以下两个特征。从结果上看，年初至今（截止 11 月 19 日）美元“升值”了 6.8%，这个和去年年底略占多数的“贬值”预期相反（详见《资本市场怎么看 2021 年》）。从过程上看，今年美元走势波折，大部分阶段表现为波动市或双边市。

我们在 2 月报告《美元短期可能出现反弹》中预测：“美元今年可能升值”。在 5 月报告《汇率双边市》中预测：“6 月为美元指数的阶段性低点，今年美元走势可能是‘N 型’或‘M 型’”。年初至今，美元指数“升值”并呈现“N 型”走势，和预测一致。

美元“先上”是因为美国经济复苏和疫情控制快于欧日；“后下”是因为欧洲经济复苏加快且美国货币在通胀上行期维持超常宽松；“再上”是因为美国就业缺口接近弥合，联储开启缩减 QE，此时复苏滞后的欧日央行仍然维持 QE。

美元能否“再下”，取决于新兴市场能否走出疫情的影响，进入经济复苏的高速通道，带动美元流动性的外溢。而新兴市场国家还苦于疫情反复，也受制于全球供应链瓶颈的问题，经济还没有快速复苏的迹象。

（二）

问：美元定价主要受什么影响？

答：欧元在美元指数的一篮子货币中占比接近 60%，是美元指数波动的主要来源。美欧经济基本面差异和货币政策差异是美元定价的核心因素。具体而言，美国和欧元区的实际经济增速差异、通货膨胀差异和央行货币政策态度差异是美元定价的主要影响因素。

（三）

问：为什么下半年美元指数持续反弹？

答：下半年以来，三方面因素共振导致美元指数持续走强。

首先，美欧利差的扩大和联储相对欧央行货币政策收紧提前都利多美元指数。

其次，今年美国通胀压力持续领先欧洲，对美元指数上涨一直形成压制，但 9 月以来欧洲天然气价格上涨的速度远快于美国，欧洲在工业品通胀上开始追赶美国，减轻了欧美通胀差异对美元的压力。

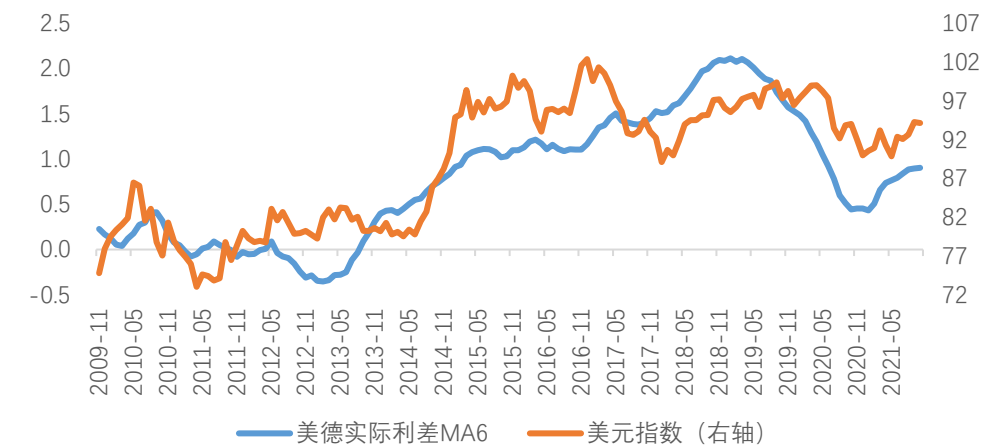
最后，疫情控制也是近两年来影响美元指数短期走势的变量。近一个月以来，新冠疫情进入第四轮高发期。欧洲新增确诊人数领先美国也对这轮美元指数快速上涨起到了推波助澜的作用。

（四）

问：哪个指标对美元反弹的贡献最大？

答：对美元指数影响最大的是美德实际利差，能解释美元指数 80%以上的变动。从今年年初开始美国与德国的 TIPS 收益率差值开始企稳回升，其中 Q1 和 Q3 增长幅度较为明显，也对应了今年美元指数反弹的两个区间。

图 1：今年美德利差持续走阔



资料来源：Wind，天风证券研究所

（五）

问：美国实际利率已经降至历史最低，为什么美欧实际利差还在拉大？

答：第一是美欧经济基本面的差异。下半年美国就业情况持续好转，供应链交付时间延长导致企业增加了预防性库存需求，三季度美国制造业 PMI 再次反弹，但欧元区制造业 PMI 还在回落，两者差值在三季度开始回升。而其他非美经济体，比如日本，从今年一季度开始实际 GDP 环比转负，经济再次进入衰退状态。美国与非美经济体的复苏差异奠定了今年美元指数偏强的基础。

第二是美欧央行货币政策的差异。去年年中开始，欧央行的量化宽松政策加码，美欧央行的扩表速度差开始收敛，今年 11 月美联储开始以每月 150 亿美元的速度缩减 QE，目前欧央行的扩表速度已经超过美联储，货币政策差异也给美元指数的走强提供了支撑。

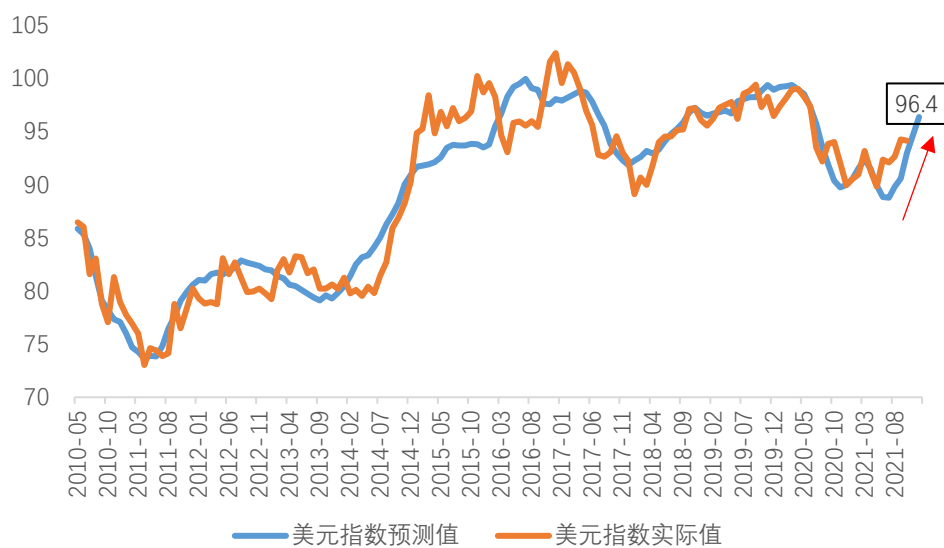
（六）

问：突破 96 后，美元指数会继续向上吗？

答：美元走强的主要贡献因素——美德实际利差的扩张速度近期已经逐渐放缓，美欧央行的货币政策取向差异大概率在明年收敛。另外通胀和疫情的差异不会长期持续扩大，明年二季度后有可能同步缓解。因此，美元的利多因素消化进入后半程。我们的美元预测模型估计 12 月美元指数的平均值为 96.4，显示美元指数进一步冲高的空间有限。

未来美元指数能否趋势向下，关键是看新兴市场能否加速复苏，吸纳美元流动性的外溢。目前来看，随着疫苗的普及和口服特效药的量产，明年全球供应链瓶颈问题趋向缓解，新兴市场有继续复苏的空间，但中国经济较早复苏后又面临较大的下行压力。在整个新兴市场对美元流动性的吸引力有限的情况下，美元指数出现大跌风险的可能性依然不大。

图 2：美元指数模型预测值 vs 实际值（领先两个月）



资料来源：Wind，天风证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29922

